2026/10/13

電子上游–IC-DRAM 製造　　維持評等

南亞科 (2408 TT)　　增加持股(Overweight)

長約重訂價帶動獲利創高，積極卡位 AI 基礎設施

- **3Q26 毛利率高達 85.7%，歷史新高**
- **資本支出計畫維持不變，規劃在屏東建置 3D 晶圓封測廠**
- **AI 基礎建設營收占比目標在 2029~2030 年提升至 40%~50%**

3Q26 稅後 EPS 為 25.40 元，優於預期：雖然 3Q26 位元出貨量季減中個位數百分比，但在平均銷售單價季增超過六十位數百分比及匯率影響有利低個位數百分比下，季營收增為 1,336.49 億元(QoQ+61.9%，YoY+611.7%)，持續受惠於報價上漲，毛利率由前季 79.5%增為 85.7%，營業利益 1,068.94 億元(QoQ+75.7%，YoY+9,451.3%)，稅前淨利為 1,093.32 億元(QoQ+75.4%，YoY+5,304.6%)，稅後 EPS 為 25.40 元，優於我們預估的 23.69 元。

AI 帶動 DRAM 應用領域持續擴大：對於市況及供需看法方面，公司表示 AI 運算持續主導 DRAM 需求，並使手機、PC 及一般消費性記憶體供給受限，供應商依照 LTA，進行長期產能規劃。供給端庫存水位偏低，新廠建置、設備交期等都需要較長的前置時間。AI 推升更高容量、更高頻寬及客製化記憶體需求，應用也擴大至網路、存儲及系統管理等。公司目前 AI 基礎建設相關占營收比重繼續超過 20%，將持續協助客戶開發客製化 AI/Wafer-to-Wafer 產品。也因 AI 排擠效應，傳統應用因供給不足及漲價影響，導致產品降規及延長生命週期。

2026 年資本支出維持 697 億元(YoY+420%)：1Q26~3Q26 合計資本支出為 276 億元，2026 年維持 697 億元不變(其中生產設備占約 50%)。2026 年位元銷售量目標成長高十位數百分比，預期在 4Q27 新廠投產前，出貨量維持平穩。泰山 5A 新廠長期投資計劃也維持不變(2026~2029 年資本支出預算以不超過 3,466 億元為上限)，新廠在 1Q27 開始裝機，2028 年底月產能 30K，2029 年拉升至 35.9K，全產能目標 2030 年底達 50K。1C 製程預計在 1Q27 客戶驗證，1D/1E/EUV 開發進度如期。

考量公司在長約保護及報價支撐下，2026~2027 年獲利強勁成長態勢不變，故維持增加持股建議，目標價為 652.0 元(2027 年 PERx6.00 倍)。

風險因子：DDR4/DDR5 需求不佳，導致報價開始反轉向下。

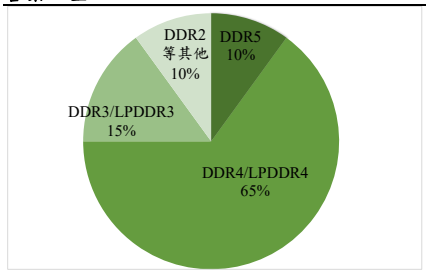
臺灣 ESG 永續指數成分股

潛在漲幅	23.7%
前日收盤價	527.00 元
目標價	652.00 元
前次目標價	608.00 元
前次評等	增加持股

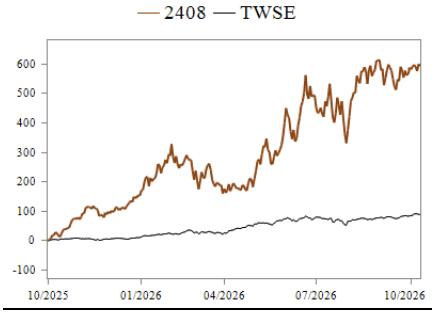
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,502
市值(億元)	18,183
目前每股淨值(元)	93.49
外資持股比(%)	17.33
董監持股比(%)	26.33

營業比重



個股與大盤走勢(%)



徐千智
Chienchih.hsu@ctbcsis.com

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	56,952	29,892	34,132	66,587	408,386	611,134
營業毛利淨額	21,342	-4,483	-421	14,986	337,264	503,892
營業利益	11,002	-14,460	-10,555	5,243	313,778	467,330
稅後純益	14,619	-7,440	-5,083	6,614	257,092	375,098
公告基本 EPS(元)	4.72	-2.40	-1.64	2.13	--	--
調整後 EPS(元)	4.72	-2.40	-1.64	2.13	74.51	108.72
營業收入 YoY(%)	-33.47%	-47.51%	14.18%	95.09%	513.32%	49.65%
稅後純益 YoY(%)	-36.02%	--	--	--	3,787.22%	45.90%
本益比	10.49	-32.40	-17.78	90.32	7.07	4.85
本淨比	0.85	1.44	0.55	3.50	3.61	2.23
股息(元)	2.13	0.00	0.00	1.35	29.80	43.50
殖利率(%)	3.01%	0.00%	0.00%	0.32%	5.65%	8.25%
ROE(%)	8.26%	-4.28%	-3.06%	3.94%	76.31%	56.95%

集邦預估 4Q26 DRAM 合約價季增 10%~15%：根據市調機構集邦(TrendForce)在 2026 年 9 月底的調查資料(見圖表一)，DRAM 原廠在 4Q26 持續將先進製程投入生產 server 相關應用之高效能記憶體產品，整體維持供不應求格局，惟合約價漲勢放緩，預計 conventional DRAM 合約價將季增 10%~15%。

公司表示 3Q26 公司平均銷售單價季增超過六十位數百分比，主要是反映半年期及一年期長約重新換約生效，貢獻超過 50%，出貨量因為庫存見底，而出現季減中個位數百分比。公司預估 4Q26 報價可望維持逐步往上態勢，2027 年整體市場供需也認為將維持吃緊狀態。公司持續提供客戶多樣產品，如：DDR5、LPDDR5/5X、DDR4、LPDDR4/4X、DDR3 及 LPDDR3。目前產品占營收比重，DDR5 維持占約 10%、DDR4 及 LPDDR4/4X 占超過 60%、其餘為 DDR3/LPDDR3/DDR2 等其他產品。公司目前庫存水位極低，在新廠 4Q27 開出產能前，未來數季度之出貨量將維持平穩，但受惠於正向的 ASP 環境，預期營運成長將具延續性，整體 2026 年位元銷售量年增高十位數百分比。

圖表一、3Q26 及 4Q26 記憶體合約價格預測

	3Q26E	4Q26F
Total DRAM	Conventional DRAM: up 13~18% HBM Blended: up 8~13%	Conventional DRAM: up 10~15% HBM Blended: up 15~20%
Total NAND Flash	up 18~23%	up 15~20%

資料來源：TrendForce

長約涵蓋率 50%~70%，合約期限從季度到長達 3 年：公司表示目前 DDR4 需求仍相當強勁，占全球市場需求仍超過 10%，在公司市占率僅低個位數下，客戶需求穩健，但公司會依照客戶需求，彈性調整切換至生產 DDR5 等產品。關於長約方面，目前長約涵蓋率大約落在 50%~70%，期限從季度合約到 3 年期合約都有，其中 3 年期長約目前已占公司產出 20%以上，正積極依客戶意願擴大長約比例，長約具有雙向法律與商業約束力，公司方面承諾進行資本支出、擴建產能並採購設備，客戶也必須在長期採購提貨方面承擔相對應的擔保與責任。至於策略私募客戶採購方面，主要應用於 eSSD、KV Cache、Switch 及系統管理晶片。公司出貨型態中，Known Good Die 約占 20%、其餘 80%為模組及封裝顆粒。

5A 新廠第一階段月產能目標 35.9K：在 5A 新廠規劃方面，維持與上次法說相同，1Q27 開始裝機，預計 2028 年底前達到月產能 30K，2029 年達 35.9K(總投入以不超過 3,466 億元為上限)。5A 全產能目標為 2030 年底達 50K，包含建築興建、無塵室、設備採購及未來 EUV 導入，預計 2026~2030 年長期整體資本支出預計將高達 160 億美元。

屏東科學園區新廠將以 3D 封測業務為主：規劃將在屏東科學園區建立 3D 晶圓級封裝與測試產能，其中晶圓級加工由公司本身主導，後段晶圓研磨、切割、封裝組裝與成品測試則與福懋科分工合作。目前建廠規劃尚未完全定案，整體

資本支出最高達 100 億美元，預計 2H28 開始進駐設備，希望能滿足客戶在 AI 應用上的強勁需求。至於 Wafer-to-Wafer 進度方面，不只與一家客戶合作，應用從 AI 雲端到邊緣運算及實體 AI 皆有，且目前已有小部分營收貢獻。

圖表二、季度財報與預估差異

損益表	3Q26					4Q26(F)				
(單位：百萬元)	實際數	中信預估	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	133,649	133,126	0.4%	123,227	8.5%	143,101	133,126	7.5%	130,590	9.6%
營業毛利	114,482	107,886	6.1%	103,919	10.2%	123,839	107,886	14.8%	110,900	11.7%
營業利益	106,894	101,793	5.0%	95,444	12.0%	115,946	101,793	13.9%	102,205	13.4%
稅前純益	109,332	102,163	7.0%	99,287	10.1%	116,516	102,163	14.0%	106,132	9.8%
稅後淨利	87,627	81,730	7.2%	83,437	5.0%	93,213	81,730	14.0%	87,994	5.9%
EPS(元)	25.40	23.69	7.2%	24.18	5.0%	27.02	23.69	14.0%	25.50	5.9%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	85.7%	81.0%	4.6 ppts	84.3%	1.3 ppts	86.5%	81.0%	5.5 ppts	84.9%	1.6 ppts
營益率	80.0%	76.5%	3.5 ppts	77.5%	2.5 ppts	81.0%	76.5%	4.6 ppts	78.3%	2.8 ppts
稅後淨利率	65.6%	61.4%	4.2 ppts	67.7%	-2.1 ppts	65.1%	61.4%	3.7 ppts	67.4%	-2.2 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

圖表三、年度財報與預估差異

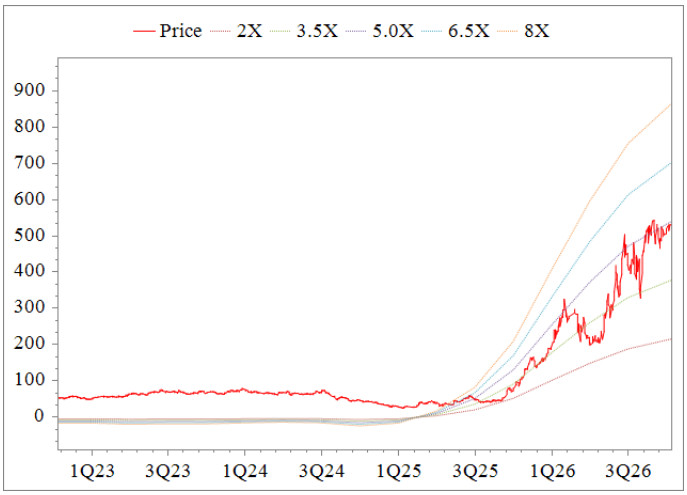
損益表	2026(F)					2027(F)				
(單位：百萬元)	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	408,386	398,411	2.5%	383,960	6.4%	611,134	582,531	4.9%	606,508	0.8%
營業毛利	337,257	314,529	7.2%	311,836	8.2%	503,892	462,318	9.0%	508,515	-0.9%
營業利益	313,778	294,754	6.5%	286,326	9.6%	467,330	435,966	7.2%	475,316	-1.7%
稅前純益	319,896	298,738	7.1%	297,543	7.5%	468,872	437,198	7.2%	486,401	-3.6%
稅後淨利	257,092	240,004	7.1%	240,173	7.0%	375,098	349,759	7.2%	390,740	-4.0%
EPS(元)	74.51	69.56	7.1%	69.61	7.0%	108.72	101.37	7.2%	113.25	-4.0%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	82.6%	78.9%	3.6 ppts	81.2%	1.4 ppts	82.5%	79.4%	3.1 ppts	83.8%	-1.4 ppts
營益率	76.8%	74.0%	2.9 ppts	74.6%	2.3 ppts	76.5%	74.8%	1.6 ppts	78.4%	-1.9 ppts
稅後淨利率	63.0%	60.2%	2.7 ppts	62.6%	0.4 ppts	61.4%	60.0%	1.3 ppts	64.4%	-3.0 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

2026/10/13

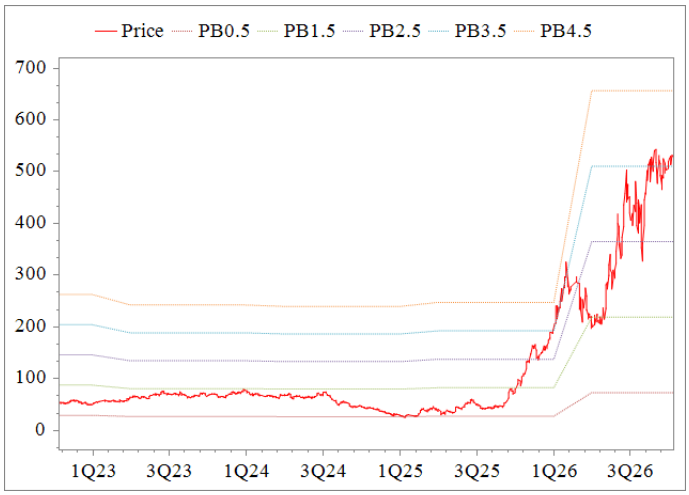
(百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	49,087	82,549	133,649	143,101	147,251	148,635	154,625	160,624
營業成本	15,761	16,932	19,167	19,261	21,719	24,763	29,085	31,675
營業毛利	33,325	65,617	114,482	123,839	125,531	123,872	125,540	128,949
營業費用	3,205	4,793	7,588	7,893	8,102	8,830	9,515	10,115
營業利益	30,111	60,826	106,894	115,946	117,429	115,042	116,025	118,834
營業外收支淨額	1,607	1,503	2,438	570	473	394	455	220
稅前純益	31,718	62,329	109,332	116,516	117,902	115,436	116,480	119,054
所得稅	5,660	12,138	21,705	23,303	23,580	23,087	23,296	23,811
稅後純益	26,059	50,192	87,627	93,213	94,322	92,349	93,184	95,243
調整後 EPS(元)	7.55	14.55	25.40	27.02	27.34	26.77	27.01	27.61
毛利率(%)	67.89%	79.49%	85.66%	86.54%	85.25%	83.34%	81.19%	80.28%
營業利益率(%)	61.34%	73.68%	79.98%	81.02%	79.75%	77.40%	75.04%	73.98%
稅後純益率(%)	53.09%	60.80%	65.57%	65.14%	64.06%	62.13%	60.26%	59.30%
營業收入								
QoQ(%)	63.11%	68.17%	61.90%	7.07%	2.90%	0.94%	4.03%	3.88%
YoY(%)	582.91%	684.23%	611.70%	375.52%	199.98%	80.06%	15.69%	12.25%
營業利益								
QoQ(%)	155.60%	102.00%	75.74%	8.47%	1.28%	-2.03%	0.85%	2.42%
YoY(%)	--	--	9,451.29%	884.21%	289.98%	89.13%	8.54%	2.49%
稅後純益								
QoQ(%)	134.91%	92.61%	74.58%	6.37%	1.19%	-2.09%	0.90%	2.21%
YoY(%)	--	--	5,505.14%	740.27%	261.95%	83.99%	6.34%	2.18%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2026/10/13

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
資產總計	202,236	192,351	206,706	208,453	387,758
流動資產	105,512	96,510	107,946	108,541	284,521
現金及約當現金	73,593	58,812	61,903	58,074	217,603
應收帳款與票據	4,360	5,220	4,132	16,558	40,279
存貨	23,384	27,634	35,318	27,288	21,530
採權益法之投資	5,386	5,120	4,645	5,904	7,063
不動產、廠房設備	84,897	81,838	84,327	85,031	89,804
負債總計	21,278	25,427	41,653	37,914	65,060
流動負債	16,179	20,118	32,780	19,020	41,174
應付帳款及票據	5,395	3,298	5,009	6,368	7,980
非流動負債	5,099	5,309	8,873	18,894	23,885
權益總計	180,958	166,924	165,053	170,538	322,699
普通股股本	30,980	30,981	30,986	30,986	34,502
保留盈餘	116,541	102,516	97,478	104,102	175,705
母公司業主權益	180,958	166,924	165,053	170,400	322,561
負債及權益總計	202,236	192,351	206,706	208,453	387,758

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	29,892	34,132	66,587	408,386	611,134
營業成本	34,375	34,552	51,600	71,121	107,242
營業毛利淨額	-4,483	-421	14,986	337,264	503,892
營業費用	9,977	10,134	9,741	23,479	36,562
營業利益	-14,460	-10,555	5,243	313,778	467,330
EBITDA	1,607	6,612	20,256	331,260	484,977
業外收入及支出	3,756	3,998	2,639	6,118	1,542
稅前純益	-10,705	-6,557	7,882	319,896	468,872
所得稅	-3,265	-1,474	1,269	62,806	93,774
稅後純益	-7,440	-5,083	6,614	257,092	375,098
公告基本 EPS(元)	-2.40	-1.64	2.13	- -	- -
調整後 EPS(元)	-2.40	-1.64	2.13	74.51	108.72

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
營業活動現金	21,082	-6,095	1,952	18,568	55,859
稅前純益	16,877	-10,705	-6,557	7,882	62,329
折舊及攤銷	15,247	15,326	16,144	14,281	2,960
營運資金變動	-1,810	-7,271	-4,859	-3,095	-11,439
其他營運現金	-9,232	-3,445	-2,776	-500	2,009
投資活動現金	-20,868	-12,786	-16,188	-14,110	-4,242
資本支出淨額	-20,588	-13,148	-16,141	-13,441	-4,042
長期投資變動	-729	-6	-6	-614	0
其他投資現金	449	369	-40	-55	-201
籌資活動現金	-11,771	4,196	13,707	-6,317	79,415
長借/公司債變動	0	0	4,000	10,200	600
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-11,470	-6,600	0	0	0
其他籌資現金	-301	10,796	9,707	-16,517	78,815
淨現金流量	-7,107	-14,781	3,091	-3,829	131,322
期初現金	80,700	73,593	58,812	61,903	86,281
期末現金	73,593	58,812	61,903	58,074	217,603

資料來源：中信、CMoney

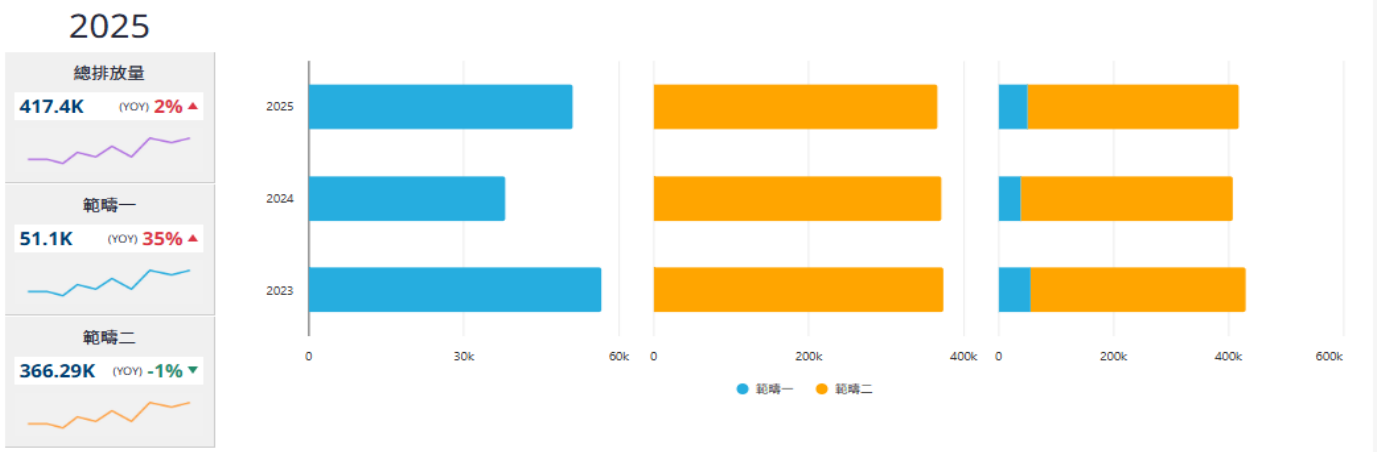
比率分析

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-47.51%	14.18%	95.09%	513.32%	49.65%
營業毛利淨額	-121.00%	-90.62%	-3663.18%	2150.50%	49.41%
營業利益	--	--	--	5884.37%	48.94%
稅後純益	--	--	--	3787.22%	45.90%
獲利能力分析(%)					
毛利率	-15.00%	-1.23%	22.51%	82.58%	82.45%
EBITDA(%)	5.38%	19.37%	30.42%	81.11%	79.36%
營益率	-48.37%	-30.92%	7.87%	76.83%	76.47%
稅後純益率	-24.89%	-14.89%	9.93%	62.95%	61.38%
ROE(%)	-4.28%	-3.06%	3.94%	76.31%	56.95%

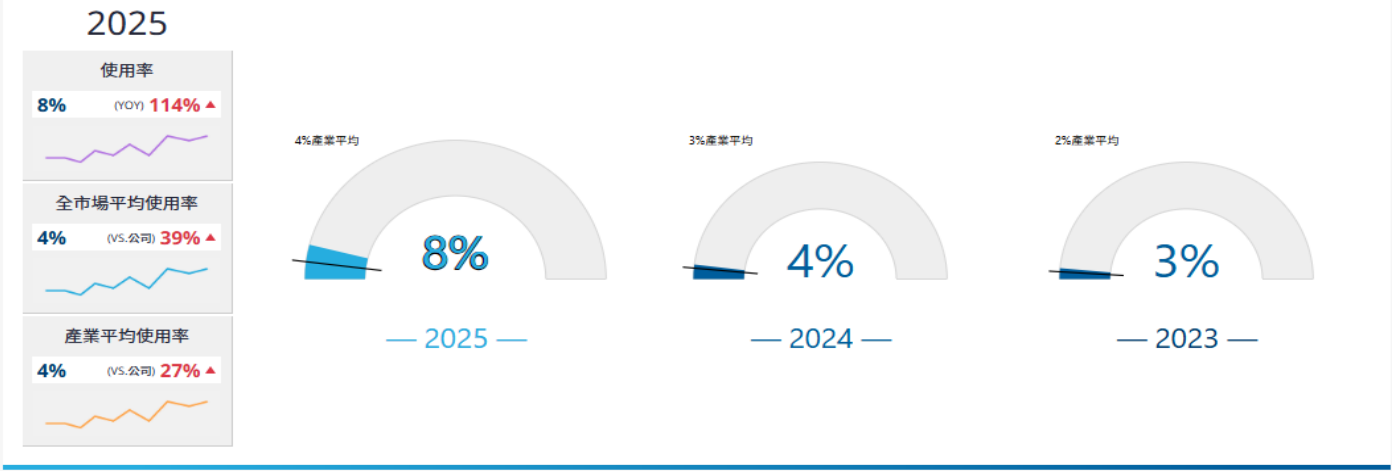
2026/10/13

ESG 資訊-環境保護(Environmental)

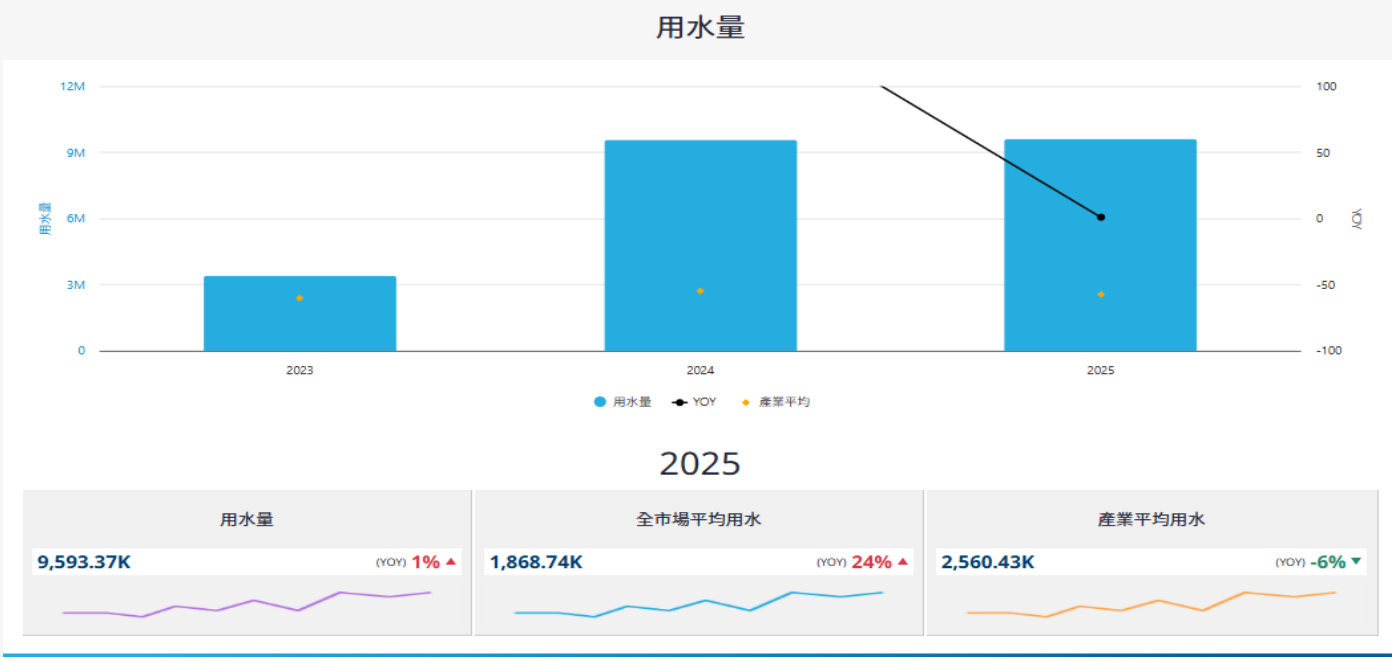
溫室氣體(範疇一/二)排放量



再生能源使用率

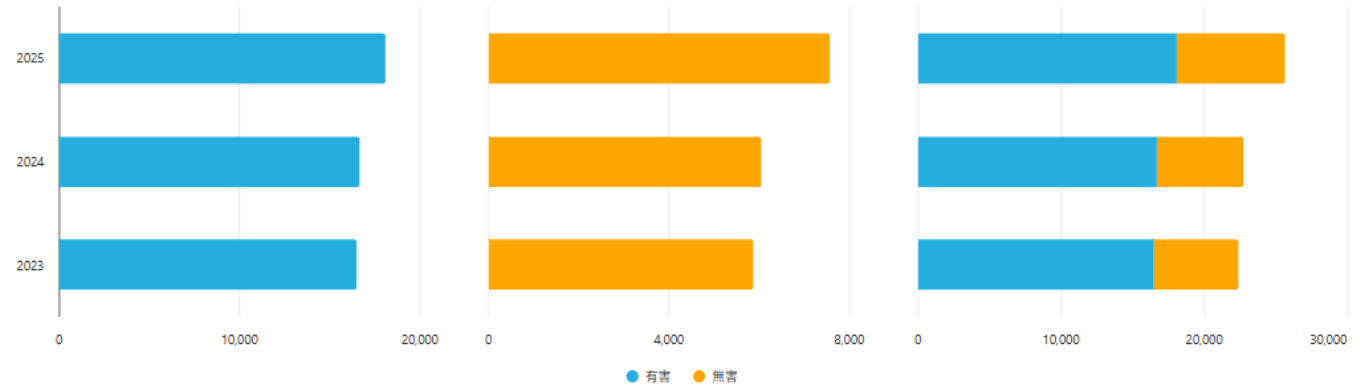


用水量



2026/10/13

廢棄物量



2025

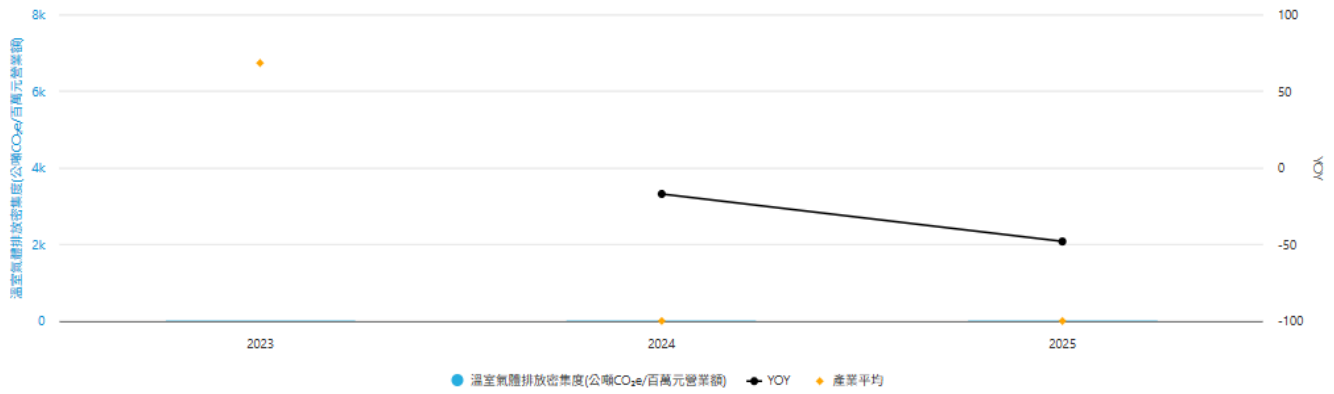
有害	無害	總量
18.07K (YOY) 8% ▲	7.58K (YOY) 25% ▲	25.65K (YOY) 25% ▲

密集度

2025

溫室氣體排放密集度	用水密集度	廢棄物密集度
6.27	3.71	0.023

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)



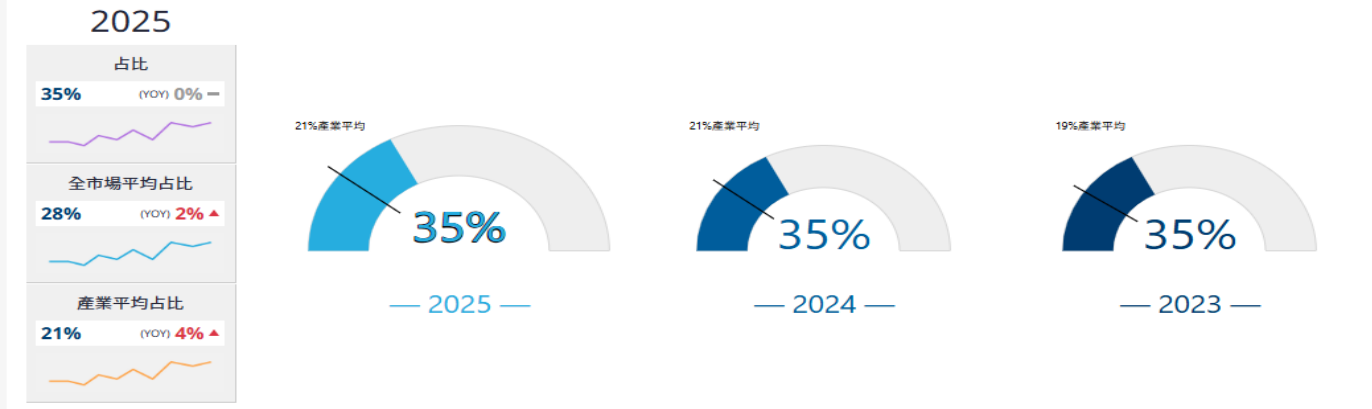
2025

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	全市場平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	產業平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)
0.01K (YOY) -48% ▼	0.04K (YOY) 10% ▲	0K (YOY) -46% ▼

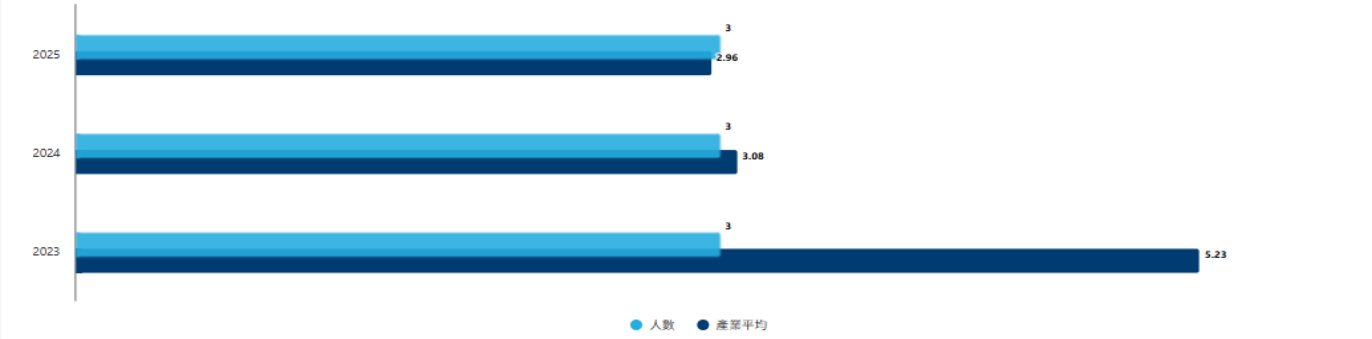
2026/10/13

ESG 資訊-社會責任(Social)

管理職女性主管占比



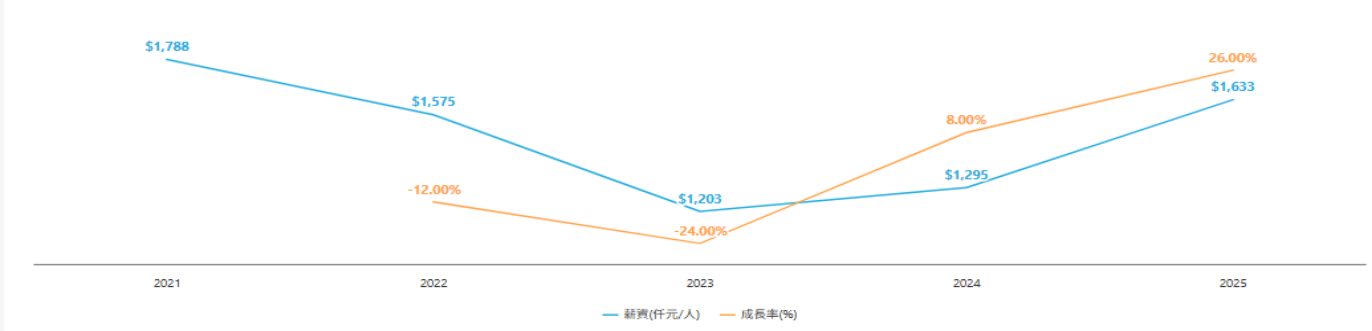
職業災害人數



2025

人數	全市場平均人數	產業平均人數
3 (YOY) 0%	5 (VS.公司) 0%	3 (VS.公司) -4%

員工薪資年度趨勢

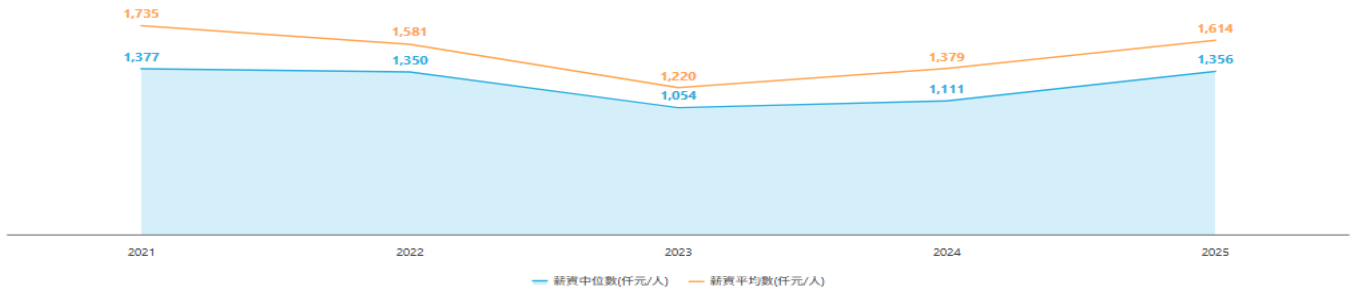


2025

員工薪資平均數	與去年同期比	與同產業薪資比
1,633	26% ▲	-36.72%

2026/10/13

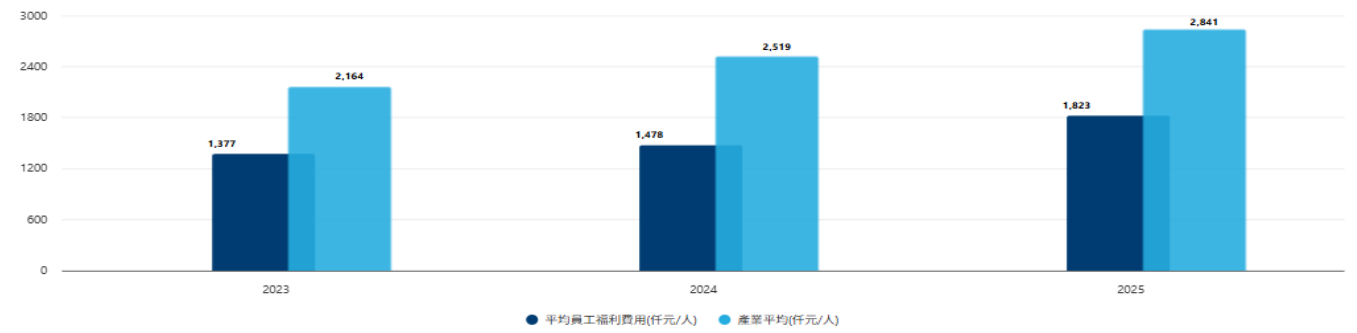
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025

平均數	中位數	差異%
1,614 (YOY) 17% ▲	1,356 (YOY) 22% ▲	0% (YOY) -21% ▼

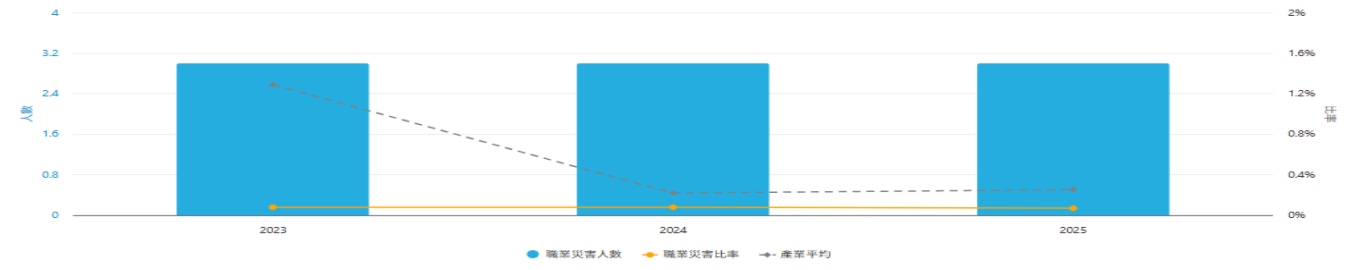
平均員工福利費用



2025

平均福利	全市場平均福利	產業平均福利
1,823 (YOY) 23% ▲	1,350 (YOY) 3% ▲	2,841 (YOY) 13% ▲

職業災害人數與比率



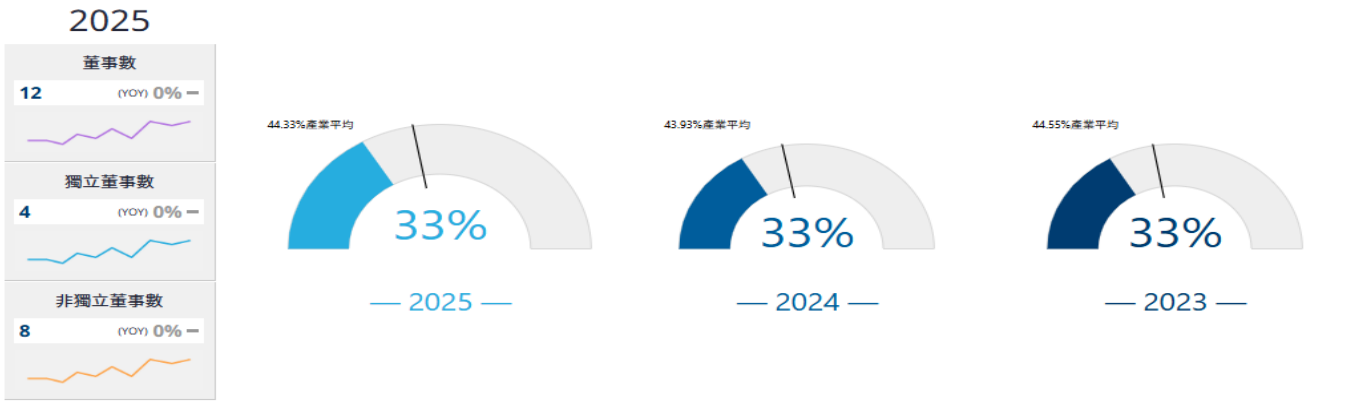
火災件數與死傷人數



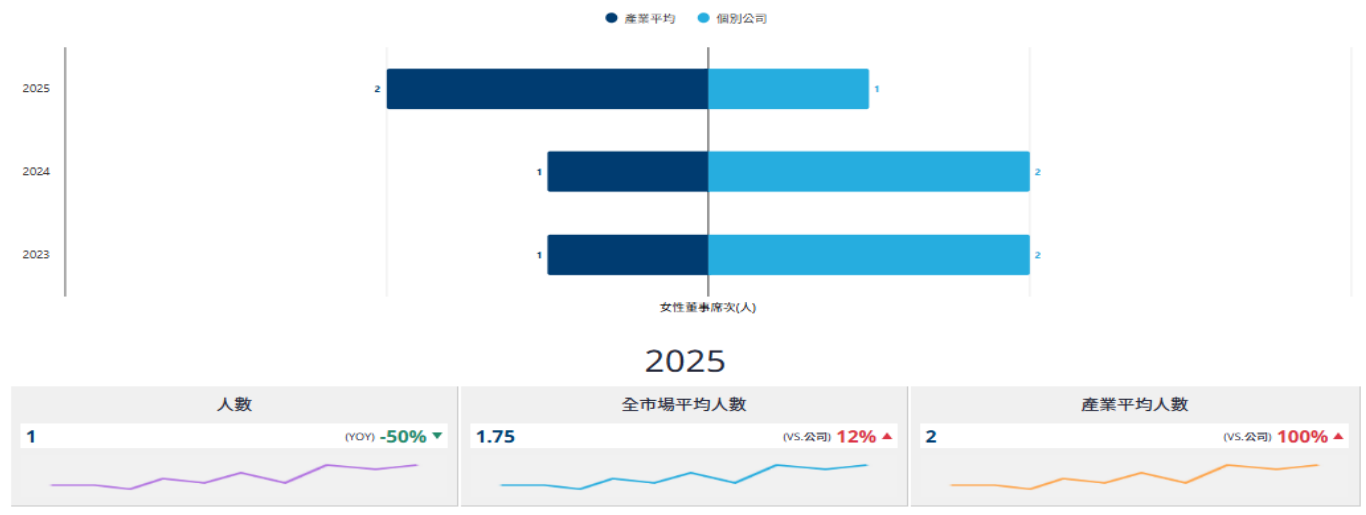
2026/10/13

ESG 資訊-公司治理(Governance)

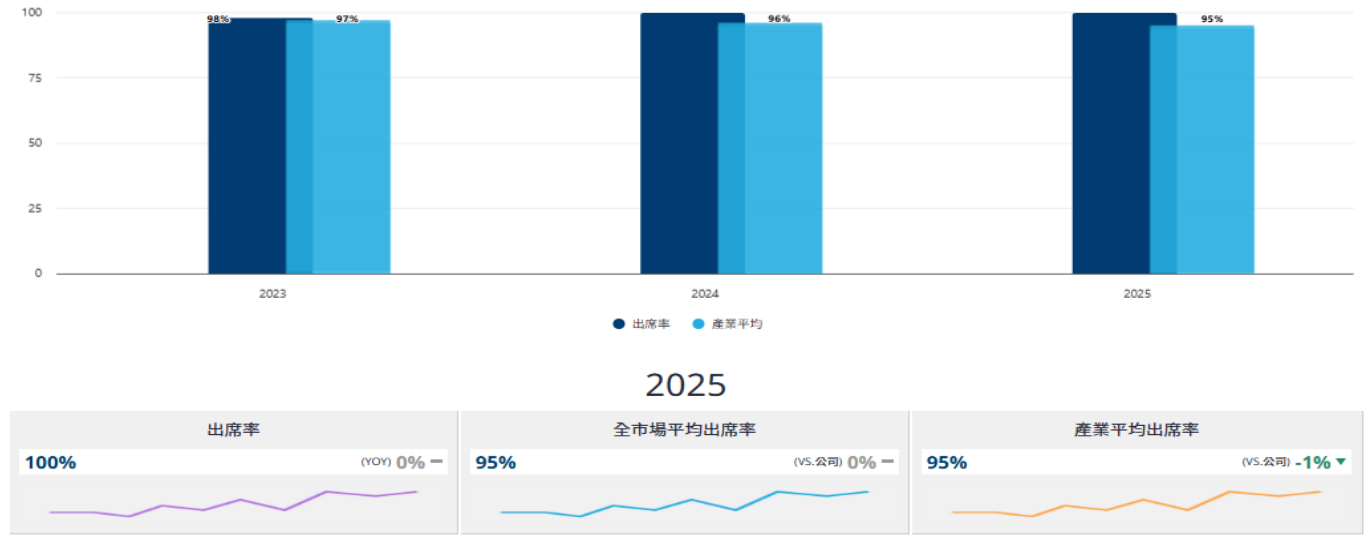
獨立董事vs.董事席次占比



女性董事席次



董事之董事會出席率



2026/10/13

董事進修符合進修要點比率

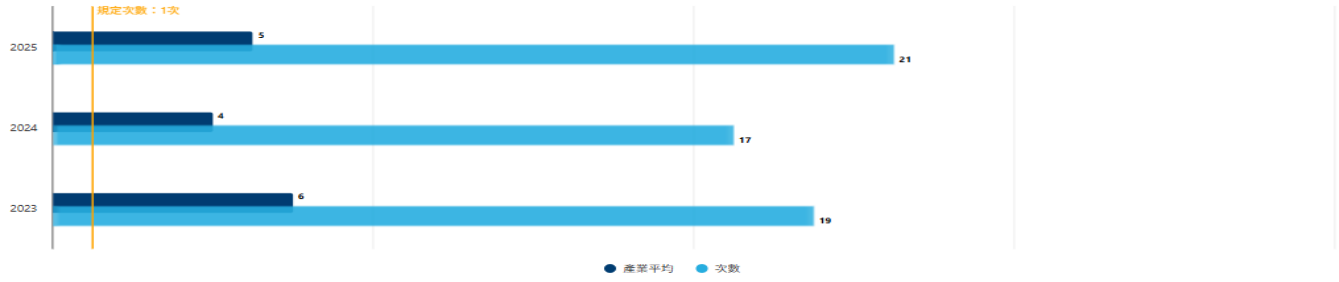


內圈:個別公司　外圈:產業平均

2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0% —	94% (VS.公司) 1% ▲	95% (VS.公司) 0% —

法說會次數



2025

次數	全市場平均次數	產業平均次數
21 (YOY) 24% ▲	2 (VS.公司) 0% —	5 (VS.公司) 25% ▲

薪酬委員會出席率

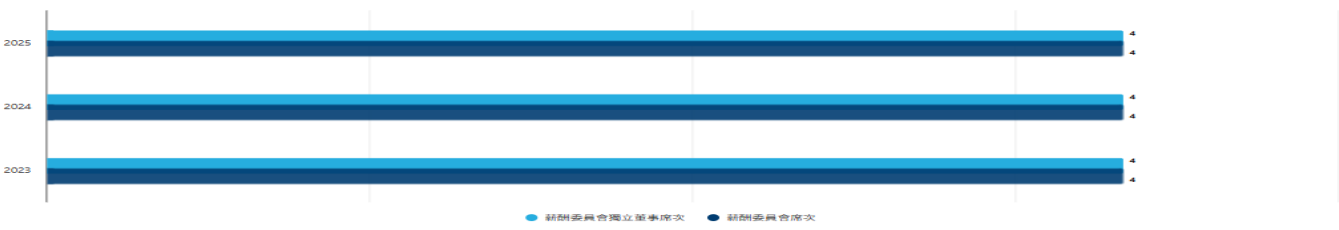


內圈:個別公司出席率　外圈:產業平均

2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0% —	97% (VS.公司) 1% —	97% (VS.公司) 0% ▼

薪酬委員會席次



資料來源：證交所

2026/10/13

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱"中信金集團"）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號